BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– August 2000 –

This is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received to 4 August 2000 and updates the Monetary Policy Report *released on 11 May 2000.*

Information received since the last *Monetary Policy Report* continues to show solid economic growth in the United States, Europe, and the emerging markets. The Japanese economy has also shown signs of improvement. As the global economy continues to expand and oil producers maintain production quotas, the world price of crude oil and the North American price of natural gas have been higher than expected. In contrast, prices for most non-energy commodities have been below expectations.

In the United States, core inflation, which excludes energy and food prices, has continued to edge up. Recent data indicate that the pace of U.S. activity remains robust. However, there have been signs of slowing in interest-rate-sensitive sectors. Whether the slowing will be sufficient to reduce inflation pressures is not yet clear. Given the tight labour market, the balance of risks suggests continued upward pressure on U.S. core inflation.

In Canada, the growth of aggregate demand in the first quarter was at the top end of the Bank's expectations. Propelled by strong exports to the United States and by buoyant business investment, real GDP rose at an annual rate of 4.9 per cent. Based on available indicators, the Bank estimates that growth in the second quarter remained strong at between 3.50 and 4.25 per cent.

Highlights

- The Bank has revised up its projection of real GDP growth for this year to a range of 4.25 to 4.75 per cent, reflecting a strong first half in 2000 as well as upward revisions to output in the second half of 1999.
- Core inflation came in below expectations in the second quarter, suggesting that the economy's capacity limits had not yet been reached.
- For the second half of this year, the Bank continues to expect a slowing in the pace of economic activity, but to a rate that would still be above the growth of potential output.
- As a result, pressures in product and labour markets are still expected to emerge and to raise core inflation to about 2 per cent early in 2001.
- In light of these developments, the Bank will continue to pay close attention to the strength of aggregate demand in the Canadian economy and to a range of indicators of pressure on capacity.

Together with upward revisions to the level of economic activity in the second half of 1999, these figures have led the Bank to revise its projection of GDP growth for 2000 to between 4.25 and 4.75 per cent (on an annual average basis), up 0.25 percentage points from the projection in the May *Report*. For the remainder of this year, the Bank continues to project a pace of activity below that of the first half, but still somewhat above potential output growth.

Despite the stronger momentum in the first half, the rate of increase in Canada's core CPI (which excludes the volatile food and energy components, and the effects of changes in indirect taxes) remained unexpectedly low in the second quarter of this year. This suggests that demand may not yet have outstripped Canada's production capacity. However, excess capacity is being absorbed rapidly and pressures on capacity are expected to emerge as we progress through the year. Hence, core inflation is still projected to move close to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range by early 2001. Because of higher energy prices, the increase in total CPI is now expected to remain above core inflation until some time in the first part of next year.

In terms of the risks to this outlook, developments since the last *Report* reinforce the uncertainties that the Bank has been highlighting for some time: the risk of a spillover of U.S. demand at a time of growing spending by Canadian consumers and businesses; the possibility of rising inflation pressures in the United States and the implications for Canada; and the uncertain balance between demand and supply in the Canadian economy, given some signs that the pressures on capacity have not been as intense as expected earlier.

The International Environment

Emerging-market economies

The performance of emerging-market economies has been better than expected. In the Asian economies, which posted solid export-led growth in 1999 after a slowdown caused by the financial crisis of 1997–98, growing domestic demand has contributed to continued strong expansion this year. The emerging markets of Latin America and Eastern Europe are also showing strength.

Europe and Japan

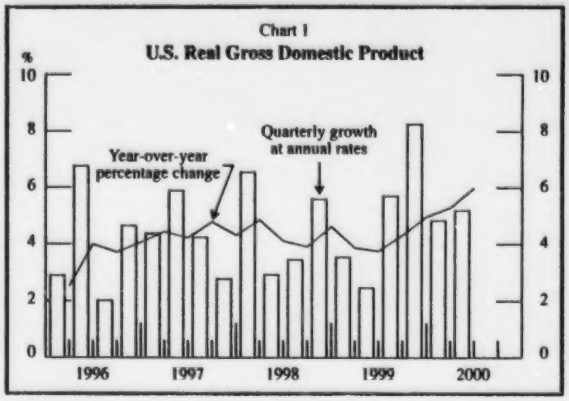
In Europe, the economic expansion remains solid. Strengthening employment and rising consumer and business confidence should stimulate domestic demand through the rest of the year. Tightening monetary conditions in the region should help to forestall inflationary pressures.

In Japan, there are signs that the economy is improving. Corporate profits, business investment, and production have all recently shown some strength. Nevertheless, the economy remains fragile: household spending is weak, and the financial sector requires further restructuring. This has led the Bank of Japan to maintain its policy of keeping the overnight interest rate at zero, for the time being.

Economic growth in Europe and in the emerging markets is firming, but the Japanese economy remains fragile.

United States

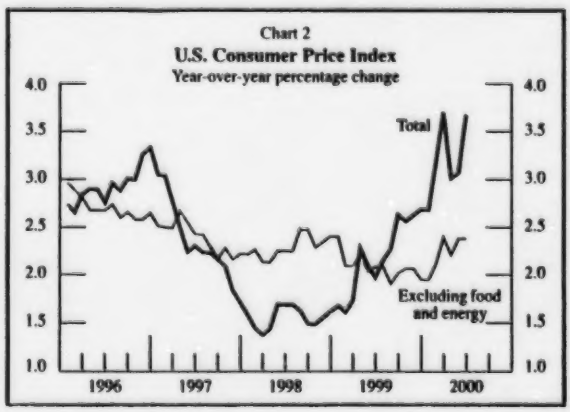
The U.S. economy continued to expand rapidly in the first half of 2000: GDP rose by 5 per cent (at an annual rate), following growth of 7 per cent in the second half of 1999 (Chart 1). This performance reflected particularly strong business investment throughout the period. Nevertheless, in recent months, there have been some signs of slowing in interest-rate-sensitive sectors. In particular, household and construction spending have slowed markedly from the very high levels seen earlier. The labour market remains tight, despite a moderation



in employment growth. Continued strong productivity growth, however, has kept unit labour costs in check.

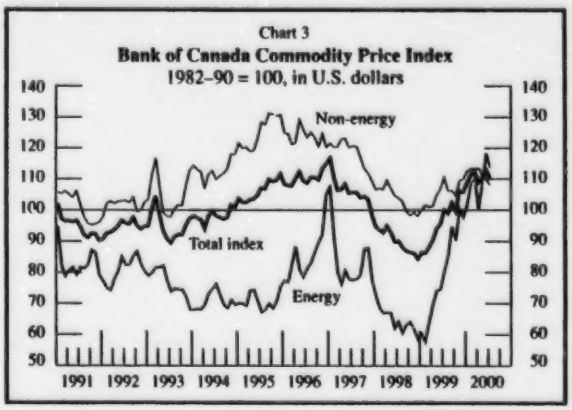
Despite some signs of slowing economic activity in the United States, the balance of risks continues to point to upward pressures on inflation.

Past increases in interest rates are expected to slow demand growth through 2000 and 2001. Nevertheless, the Federal Reserve may need to raise interest rates further if the high level of economic activity continues to put upward pressure on capacity and inflation (Chart 2). The degree of tightening expected by financial markets has been revised down significantly because of recent signs of slowing in some sectors.



Commodity prices

The average U.S. dollar price of Canada's key primary commodities, as measured by the Bank of Canada's commodity price index, is down 1 per cent from its level at the end of April (Chart 3). While the price of crude oil has risen, prices for other primary commodities have fallen by about 5 per cent.



At the end of the second quarter, despite two increases in OPEC production quotas, the price of crude oil remained substantially above that suggested in the May *Report*. Even with the additional increase in output announced by Saudi Arabia in July, it is likely that retail prices of products derived from crude oil will be higher than expected through the summer. The price of natural gas has also risen because of low stocks—reflecting strongly growing demand.

Despite strong global economic expansion, non-energy commodity prices have eased. While some price declines can be attributed to temporary factors, declining lumber prices most likely resulted from slower-than-expected growth in U.S. construction.

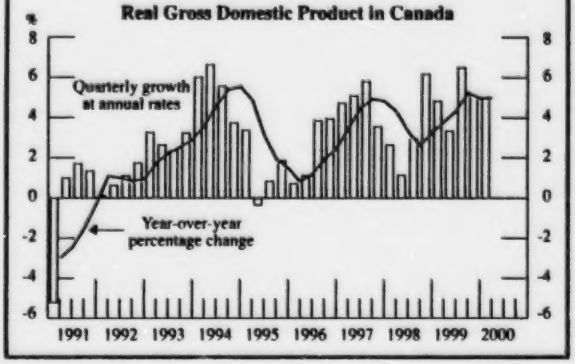
The Canadian Economy

Aggregate demand, output, and estimated pressures on capacity

Growth in the Canadian economy has been at the high end of the range projected in the May *Report*. Real GDP increased at an annual rate of 4.9 per cent in the first quarter of 2000 (Chart 4).[1] Export volumes rose considerably, chiefly because of very strong growth in U.S. demand. Business investment remained buoyant, supported by high levels of profitability and confidence. Substantial increases in household spending reflected marked gains in employment and real incomes. The growth of import volumes did ease somewhat, mainly reflecting lower inventory accumulation.

Chart 4

Real Gross Domestic Product in Canada



In 2000, Canada's economy is now expected to grow somewhat more quickly than projected in the May Report.

Available information for the second quarter suggests that the economic expansion slowed but remained strong (and above the growth of potential output) at 3.50 to 4.25 per cent. Indicators of consumer spending and of investment in machinery and equipment remained firm. Data on exports showed further solid gains, with shipments of machinery and equipment up sharply in response to buoyant U.S. demand. There were, however, signs of an easing in household spending on interest-rate-sensitive items such as housing.[2] And employment gains also slowed in the second quarter.

Economic activity in 2000 is now expected to grow by between 4.25 and 4.75 per cent on an annual average basis, slightly more than envisaged in the May *Report*. This chiefly reflects the upward revision to Canada's GDP in the second half of 1999 and the strong first half of this year. For the rest of 2000 and for 2001, the Bank continues to project a slowing pace of activity, primarily reflecting an anticipated slowing in the U.S. economy.

Excess capacity is being rapidly absorbed.

The strong performance of the Canadian economy might have suggested that Canada moved into excess demand in the first half of 2000. However, several indicators suggest caution in making this judgment. Most important among these is core inflation, which remains below expectations. Nonetheless, it is clear that excess capacity is being rapidly absorbed, and with growth in demand expected to remain somewhat above that of potential output to the end of 2000, pressures on capacity are expected to increase.[3]

Prices and costs

The 12-month rate of increase in the core CPI in June, at 1.4 per cent, was down slightly from last March and below that projected in the May *Report* (Chart 5). In particular, prices

1. In the May *Report*, real growth in the first quarter was expected to be between 4 and 5 per cent.

2. The downturn in housing starts in the second quarter was exacerbated by a labour dispute in the Toronto area.

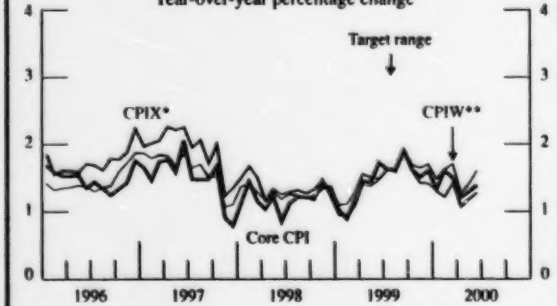
3. An update of the Bank's conventional measure of the output gap will be provided in the November *Report*.

for both durable and semi-durable goods were weaker than anticipated, which may have partly reflected lower international prices. These surprises also suggest that there was still slack in product markets in the early part of the year. Other statistical measures of the trend rate of inflation were close to the core rate (Chart 6).

Chart 5
Consumer Price Index
Year-over-year percentage change

* Midpoint of the inflation-control target range

Chart 6
Core CPI and Statistical Measures of the Trend Inflation Rate
Year-over-year percentage change



* CPIX excludes the eight most volatile components from the CPI as well as the effect of indirect taxes on the remaining components.
** CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

The estimated effect on the core CPI of the substantial rise in energy prices since early 1999 continues to be small—less than 0.1 per cent. However, the 12-month rate of increase in the total CPI in June, at 2.9 per cent, remained well above core inflation, reflecting continued hikes in energy prices at the consumer level.

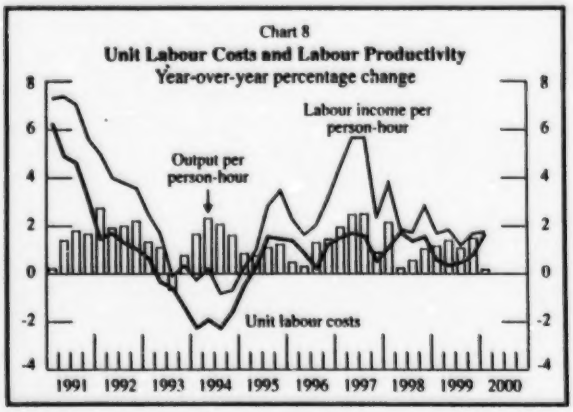
There has been little change in indicators of wage increases. The year-over-year increase in the average hourly wage (excluding overtime) for permanent workers, taken from Statistics Canada's *Labour Force Information*, was 3 per cent in July, down slightly from 3.2 per cent in the first half (Chart 7). The year-over-year rise in labour income per person-hour was still only 1.7 per cent in the first quarter (Chart 8). Finally, in the first five months of 2000, the average annual increase in wage settlements in the unionized private sector was 2.6 per cent, close to the average gain in 1999.

Chart 7
Wage Settlements and Average Hourly Earnings
Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements

* Source: *Labour Force Information*, last data point = July 2000
** Source: Human Resources Development Canada, last data point = April and May 2000

For the economy as a whole, the year-over-year rise in unit labour costs increased to 1.6 per cent in the first quarter, chiefly because of reduced growth in output per

Chart 8
Unit Labour Costs and Labour Productivity
Year-over-year percentage change



person-hour (Chart 8). The year-over-year increase in output per person-hour is expected to rebound considerably in the second quarter, however. As a result, the underlying year-over-year increase in unit labour costs should fall back. (This excludes the effect of the federal government pay-equity settlements, which could add up to 1.5 per cent to labour income in the second quarter.)

Asset prices tend to be sensitive to expectations of inflation and economic growth. In the late 1980s, for example, a surge in housing prices signalled the rise in core inflation. The housing market has tightened moderately since the beginning of 2000. The year-over-year rise in prices for existing homes (based on the Royal LePage index) was 6.4 per cent in the first quarter, up slightly from the rate observed in the preceding quarter. The year-over-year increase in new home prices has also risen, although it was only 2.4 per cent in May.

Core inflation is expected to rise gradually to about 2 per cent by early 2001.

Core inflation, while unexpectedly low in the second quarter, is still expected to rise gradually to about 2 per cent by early 2001. This reflects two factors: emerging pressures in product and labour markets as growth in demand continues to outpace growth in potential supply, and longer-term inflation expectations that are staying close to the midpoint of the Bank's target range. The resulting upward pressure on core inflation should be tempered somewhat by further reductions in import costs arising partly from the appreciation of the Canadian dollar since early 1999.

The rate of increase in the total CPI is still expected to move down towards core inflation, with the pace determined partly by how quickly crude oil prices decline and feed through to retail prices. If crude oil prices average US$28 for West Texas Intermediate during the second half of the year, the year-to-year increase in the total CPI should decline to about 2 per cent some time in the first half of 2001.[4]

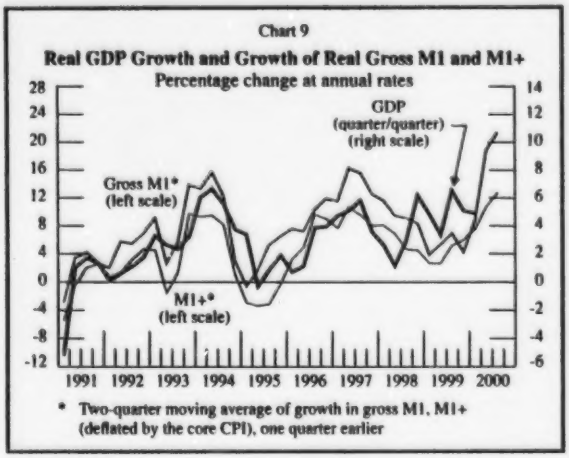
The monetary aggregates

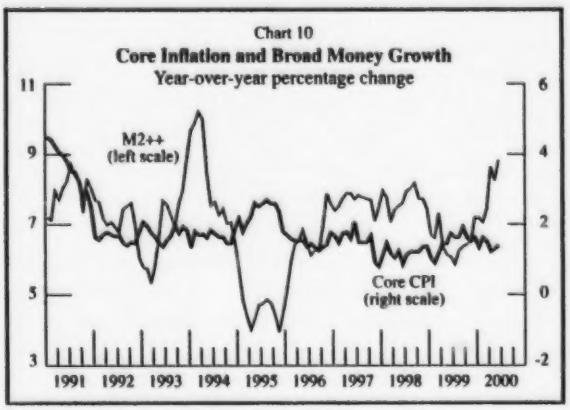
Growth in the narrow monetary aggregates continues to be strong. On a year-over-year basis, M1 grew by about 17 per cent in June, while M1+ and M1++ were up some 12 per cent and 9 per cent, respectively. The pace of growth has been boosted by sharp increases in non-personal accounts. Part of the recent strength is due to an increase in the deposits of some financial intermediaries with banks. These deposits are distorting the information content of the narrow aggregates because accounts held by financial institutions would net out if the monetary aggregates were constructed on a fully consolidated basis. Our initial estimates suggest that when the data are adjusted to account for such distortions, the trend growth rate of the narrow aggregates is between 4 and 8 per cent.

When these data distortions are taken into account, the recent growth in narrow money suggests that real GDP will grow at a pace of about 3.5 per cent in the second half of 2000 (Chart 9). This is consistent with the Bank's overall projection of GDP growth. The growth in narrow money also suggests that core inflation will increase to about the midpoint of the target range by early 2001. This, too, is consistent with the Bank's projection.

Growth in the broad monetary aggregate M2++ has increased since the beginning of the year, posting a 12-month gain of nearly 9 per cent in June (Chart 10). This increase largely reflects the acceleration in the narrow aggregates. Overall, growth in M2++ is consistent with the path for inflation implied by the growth in narrow money.

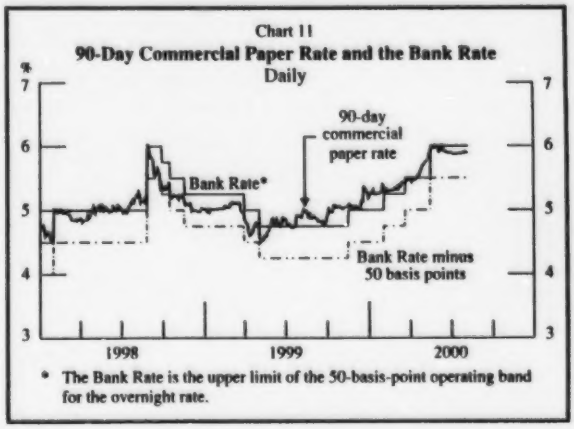
4. The average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is 2.4 per cent in 2000 and 2.1 per cent in 2001 (from the July issue of *Consensus Forecasts*).





Monetary conditions and monetary policy operations

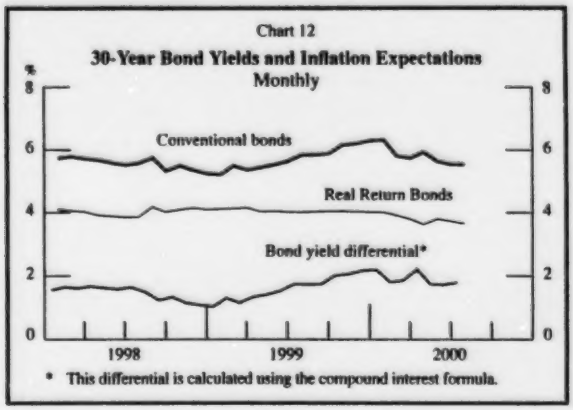
Concerns about future pressure on capacity limits arising from strong domestic spending and from the continued buoyancy of external demand for Canadian products prompted the Bank to raise the Bank Rate by 50 basis points on 17 May, soon after the publication of the May *Report* (Chart 11). This action, which took the Bank Rate to 6 per cent, followed a similar move by the Federal Reserve. The Federal Reserve's move highlighted the vigour of the U.S. economy and underscored the risk that U.S. demand and inflation pressures could spill over into Canada. Higher interest rates were deemed necessary to keep the future trend of inflation near the middle of the Bank's 1 to 3 per cent target range, thus contributing to sustained economic growth.



The timing and magnitude of the Bank Rate increase were largely anticipated by financial markets. Most of the rise in the 90-day commercial paper rate occurred prior to the rate hike, as the financial community became increasingly convinced that the Bank would take such an action. The Bank's move, therefore, had only a small impact on money market rates. The U.S. money market behaved in a similar fashion, with most of the rise in market rates occurring ahead of the Federal Reserve's action. More recently, expectations of further increases in U.S. official interest rates over the balance of 2000 receded, as market participants began to see signs of a possible slowing in the U.S. economy.

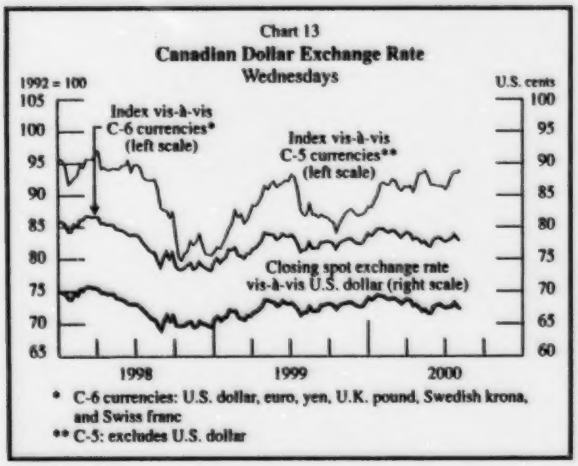
North American money market rates have increased as a result of central bank tightening.

North American bond yields drifted lower in the weeks following the central bank moves, as tighter monetary conditions reduced the perceived risk of a significant medium-term buildup in the trend of



inflation (Chart 12). These yields continue to be affected by the relatively small issuance of long-term government bonds. Combined with investors' continuing demand, this reduced supply has resulted in an inverted yield curve for longer government maturities.

Since the completion of the May *Report*, the Canadian dollar has been affected by shifts in the expectations of financial markets concerning the relative robustness of the Canadian and U.S. economic expansions. The Canada/U.S. dollar exchange rate (Chart 13) fluctuated between a low of 66.04 cents (US) and a high of 68.36 cents (US) over the period.



The Canadian dollar weakened in mid-May because market participants felt that the Canadian economy would grow more slowly than the U.S. economy. Subsequently, the Canadian dollar strengthened against the U.S. dollar when signs of a moderation in the U.S. economic expansion began to emerge. Fluctuations in the Canada/U.S. dollar exchange rate were largely paralleled by those of the Canadian dollar trade-weighted exchange rate. Economic fundamentals continue to support the Canadian dollar, since growth remains robust, and the current account has moved into surplus. The Bank's monetary conditions index has fluctuated between -5.7 and -4.8 since mid-May.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies may be obtained from:

Publications Distribution,
Communications Services,
Bank of Canada,
Ottawa, Ontario,
Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248;
e-mail: publications@bank-banque-canada.ca or visit our Web site:
http://www.bank-banque-canada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– Août 2000 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue au 4 août 2000 et représente une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire *publié le 11 mai 2000.*

Les données recueillies depuis la parution du dernier *Rapport sur la politique monétaire* continuent de faire état d'une solide croissance de l'économie aux États-Unis, en Europe et dans les pays à marché émergent. L'économie du Japon a aussi montré des signes de redressement. En raison de l'expansion continue de l'économie internationale et du maintien des quotas de production par les pays producteurs de pétrole, le prix mondial du pétrole brut et le prix du gaz naturel en Amérique du Nord ont dépassé les prévisions. Par contre, les prix de la plupart des produits de base non énergétiques ont été moins élevés que prévu.

Aux États-Unis, l'inflation hors alimentation et énergie a continué d'augmenter. Selon les dernières données, l'activité demeure robuste dans ce pays. On observe bien les signes d'un ralentissement dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, mais on ignore encore s'il sera suffisant pour atténuer les pressions inflationnistes. Compte tenu des tensions observées sur le marché du travail, les risques d'une montée de l'inflation hors alimentation et énergie subsistent donc aux États-Unis.

Au Canada, le taux de croissance de la demande globale se situait au premier trimestre à la limite supérieure de la plage des valeurs projetée par la Banque. Stimulé par la vigueur des exportations vers les États-Unis et par le dynamisme des investissements des entreprises, le PIB réel s'est accru à un rythme annuel de 4,9 %. À la lumière des indicateurs disponibles, la Banque estime que le taux de

Faits saillants

- La Banque a révisé ses projections à la hausse et s'attend maintenant à ce que la croissance du PIB réel se situe cette année dans une plage de 4,25 à 4,75 %. Ce rajustement est motivé par la forte activité au premier semestre de 2000 et par la révision à la hausse des chiffres de la production au second semestre de 1999.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux prévisions au deuxième trimestre, ce qui laisse croire que l'économie n'avait pas encore atteint les limites de sa capacité.
- La Banque continue de s'attendre à ce que le rythme d'expansion de l'économie ralentisse au second semestre de 2000, mais qu'il demeure supérieur à celui du potentiel de production.
- Aussi prévoit-elle toujours que des pressions commenceront à se faire sentir sur les marchés du travail et des produits et porteront l'inflation mesurée par l'indice de référence à environ 2 % au début de 2001.
- À la lumière de cette évolution, la Banque continuera de suivre de près l'état de la demande globale au Canada ainsi que les divers indicateurs des pressions exercées sur l'appareil de production.

croissance est resté élevé au deuxième trimestre, soit entre 3,50 et 4,25 %. Ces chiffres, ainsi que la révision à la hausse du niveau de l'activité au second semestre de 1999, ont amené la Banque à revoir sa position et à prévoir une croissance moyenne de 4,25 à 4,75 % pour 2000, soit 0,25 point de pourcentage au-dessus de celle projetée dans le *Rapport* de mai. La Banque s'attend toujours à ce que le rythme d'expansion de l'économie au second semestre de 2000 soit inférieur à celui du premier semestre, mais qu'il demeure légèrement supérieur au taux d'accroissement du potentiel de production.

Malgré l'activité plus forte que prévu au premier semestre, l'inflation mesurée par l'indice de référence (IPC dépouillé des composantes volatiles que sont l'alimentation et l'énergie ainsi que de l'effet des modifications des impôts indirects) est restée étonnamment faible au Canada au deuxième trimestre, ce qui donne à penser que la demande n'aurait pas encore dépassé les limites de la capacité de production. Toutefois, les capacités inutilisées se résorbent rapidement, et des pressions devraient commencer à se faire sentir avant la fin de l'année. La Banque s'attend donc toujours à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se rapproche du point médian de sa fourchette cible de 1 à 3 % d'ici le début de 2001. Compte tenu du renchérissement de l'énergie, elle prévoit maintenant que la hausse de l'IPC global restera supérieure à celle de l'indice de référence au moins jusqu'au premier trimestre de 2001.

En ce qui concerne les risques qui pèsent sur ces prévisions, l'évolution de la situation depuis la parution du dernier *Rapport* n'a pas dissipé, bien au contraire, les points d'incertitude que la Banque met en lumière depuis quelque temps, à savoir : le débordement possible de la demande américaine, à un moment où les entreprises et consommateurs canadiens augmentent leurs dépenses; l'éventualité d'une montée des pressions inflationnistes aux États-Unis et ses effets sur le Canada; l'équilibre incertain entre l'offre et la demande au sein de l'économie canadienne, les pressions que subit la capacité n'ayant vraisemblablement pas été aussi intenses qu'on l'avait d'abord pensé.

La conjoncture internationale

Les marchés émergents

La tenue des marchés émergents a été meilleure que prévu. En Asie, où une solide croissance alimentée par les exportations s'observait déjà en 1999, après le ralentissement causé par la crise financière de 1997-1998, la progression de la demande intérieure est venue soutenir l'expansion cette année. Les économies émergentes de l'Amérique latine et de l'Europe de l'Est affichent aussi une activité robuste.

L'Europe et le Japon

En Europe, l'expansion économique demeure vigoureuse. On s'attend à ce que le raffermissement de l'emploi et le regain de confiance des consommateurs et des entreprises stimulent la demande pendant le reste de l'année. Le resserrement des conditions monétaires dans la région devrait contribuer à prévenir les pressions inflationnistes.

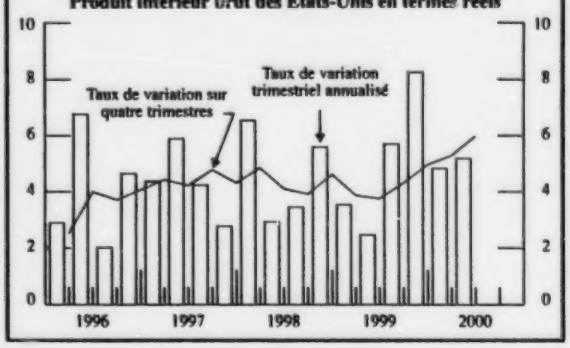
L'économie du Japon donne des signes de redressement. Tant la production que les bénéfices et les investissements des entreprises sont en progression. La reprise demeure cependant fragile; les dépenses des ménages sont faibles et la restructuration du secteur financier reste à terminer. Dans ce contexte, la Banque du Japon a décidé de s'en tenir pour le moment à sa politique de maintien à zéro du taux d'intérêt à un jour.

La croissance économique des pays d'Europe et des marchés émergents se raffermit, mais l'économie japonaise demeure fragile.

Les États-Unis

L'expansion rapide de l'économie américaine s'est poursuivie au premier semestre de 2000. Le PIB a crû à un rythme annuel de 5 %, après un bond de 7 % au deuxième semestre de 1999 (Graphique 1). Ces résultats s'expliquent par le niveau particulièrement élevé des investissements des entreprises durant la période. Des signes de ralentissement sont néanmoins apparus ces derniers mois dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, notamment dans ceux de la consommation et de la construction, où les dépenses ont diminué de façon marquée par rapport aux très hauts niveaux atteints

Graphique 1
Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



précédemment. Les tensions persistent sur le marché du travail malgré une décélération de la croissance de l'emploi. De nouveaux gains substantiels de productivité ont cependant contenu la montée des coûts unitaires de main-d'œuvre.

Malgré certains signes d'une baisse de régime aux États-Unis, les risques d'une montée de l'inflation subsistent.

Les majorations passées de taux d'intérêt devraient freiner l'expansion de la demande cette année et l'an prochain. Toutefois, la Réserve fédérale pourrait bien devoir relever à nouveau les taux d'intérêt si la forte activité continue d'exercer des pressions à la hausse sur la capacité de l'économie et l'inflation (Graphique 2). À la lumière des indications récentes d'un ralentissement dans certains secteurs, les marchés financiers s'attendent maintenant à un resserrement beaucoup moins prononcé de la politique monétaire.

Graphique 2
Indice des prix à la consommation aux États-Unis
Taux de variation sur 12 mois

Les prix des produits de base

Le prix moyen en dollars É.-U. des principaux produits de base canadiens, mesuré par l'indice de la Banque, a diminué de 1 % depuis la fin d'avril (Graphique 3). Le cours du pétrole brut a grimpé, mais celui des autres produits de base a chuté d'environ 5 %.

Graphique 3
Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada
1982-1990 = 100, en dollars É.-U.

À la fin du second trimestre, malgré deux hausses des quotas de production de l'OPEP, le cours du pétrole brut était toujours nettement plus élevé que ce qui était envisagé dans le *Rapport* de mai. Même si l'Arabie Saoudite accroît encore sa production, comme elle l'a annoncé en juillet, le prix de détail des dérivés du pétrole brut sera probablement tout l'été supérieur à ce que l'on avait prévu. Le gaz naturel a aussi renchéri, en raison du faible niveau des stocks attribuable à l'essor de la demande.

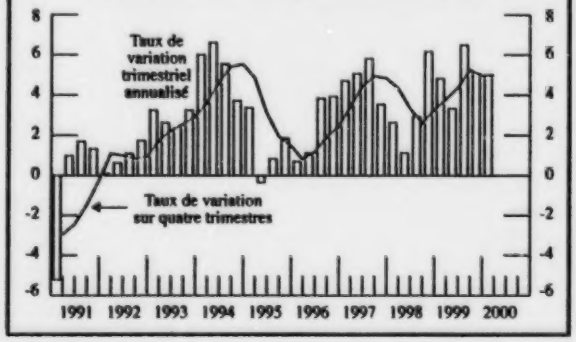
Les cours des produits de base non énergétiques se sont repliés malgré la forte expansion de l'économie mondiale. Si le recul observé dans certains cas semble attribuable à des facteurs temporaires, la diminution du prix du bois d'œuvre tient fort probablement à une croissance plus lente que prévu du secteur de la construction aux États-Unis.

L'économie canadienne

La demande globale, la production et les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Le taux de croissance de l'économie canadienne s'est situé à la limite supérieure de la plage des valeurs projetée dans la livraison de mai du *Rapport*. Le PIB réel s'est accru de 4,9 % en taux annuel au premier trimestre de 2000 (Graphique 4)[1]. Le volume des exportations a considérablement augmenté, en raison surtout de l'envolée de la demande aux États-Unis. Les investissements des entreprises sont demeurés vigoureux, à la faveur d'une rentabilité et d'un niveau de confiance élevés. La hausse marquée de l'emploi et des revenus réels s'est traduite par un net accroissement des dépenses des ménages. La progression du volume des importations a quelque peu ralenti, à cause surtout d'une réduction du rythme d'accumulation des stocks.

Graphique 4
Produit intérieur brut du Canada en termes réels



On prévoit maintenant une croissance de l'économie canadienne un peu plus forte en 2000 que ce qu'on avait projeté dans le Rapport *de mai.*

Les informations obtenues pour le deuxième trimestre donnent à penser que le rythme d'expansion de l'économie s'est ralenti mais est demeuré à un niveau élevé — supérieur à celui du potentiel de production — de 3,50 à 4,25 %. Les indicateurs relatifs aux dépenses de consommation et aux investissements en machines et matériel sont restés fermes. Les exportations ont de nouveau affiché une solide progression, les expéditions de machines et de matériel ayant vivement augmenté sous l'impulsion de la forte demande aux États-Unis. Cependant, certains indices témoignent d'une baisse des dépenses des ménages à l'égard des articles dont l'acquisition est sensible aux taux d'intérêt, notamment les logements[2]. L'essor de l'emploi a également décéléré au second trimestre.

On s'attend maintenant à ce que l'économie connaisse une croissance moyenne de 4,25 à 4,75 % en 2000, ce qui est légèrement supérieur à ce que la Banque envisageait en mai. Ce rajustement résulte principalement de la révision à la hausse du PIB canadien pour le second semestre de 1999 et de la vigueur observée durant le premier semestre de 2000. En raison surtout du ralentissement anticipé de l'économie américaine, la Banque prévoit toujours une décélération de l'activité au Canada d'ici la fin de l'année et en 2001.

Les capacités excédentaires sont en train d'être rapidement absorbées.

Le dynamisme de l'économie canadienne pourrait laisser croire que la demande est devenue excédentaire durant le premier semestre de 2000. Plusieurs indicateurs nous incitent cependant à ne pas tirer de conclusions trop hâtives, au premier chef l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui demeure inférieure aux prévisions. Chose certaine, la capacité excédentaire de l'économie se résorbe rapidement, et l'on s'attend à ce que la croissance de la demande demeure légèrement supérieure à celle du potentiel de production jusqu'à la fin de 2000, ce qui aurait pour effet d'intensifier les pressions sur l'appareil de production[3].

1. Dans le *Rapport* de mai, la Banque prévoyait une croissance réelle de 4 à 5 % pour le premier trimestre.

2. Le recul des mises en chantier résidentielles, au deuxième trimestre, a été amplifié par un conflit de travail dans la région de Toronto.

3. Dans le *Rapport* de novembre prochain, la Banque publiera ses nouvelles estimations de l'écart de production.

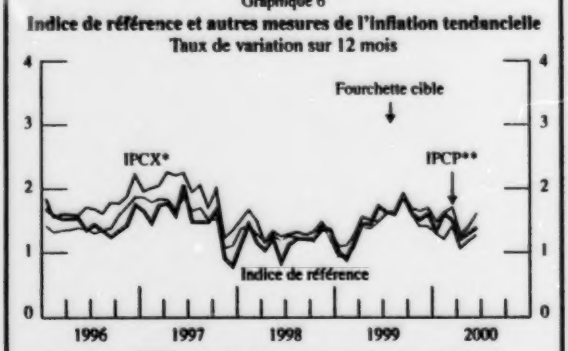
Les prix et les coûts

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence est descendu à 1,4 % en juin, ce qui est légèrement inférieur à son niveau de mars et moins élevé que le taux projeté dans le *Rapport* de mai (Graphique 5). Les prix des biens durables et semi-durables ont été plus bas que prévu, ce qui pourrait s'expliquer en partie par le recul des prix mondiaux. Cette évolution inattendue porte aussi à croire qu'il subsistait des capacités excédentaires dans l'économie durant les premiers mois de l'année. La progression des autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle est similaire à celle de l'indice de référence (Graphique 6).

Graphique 5
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur 12 mois

• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

Graphique 6
Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle
Taux de variation sur 12 mois



• La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des impôts indirects sur les autres composantes.
•• La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

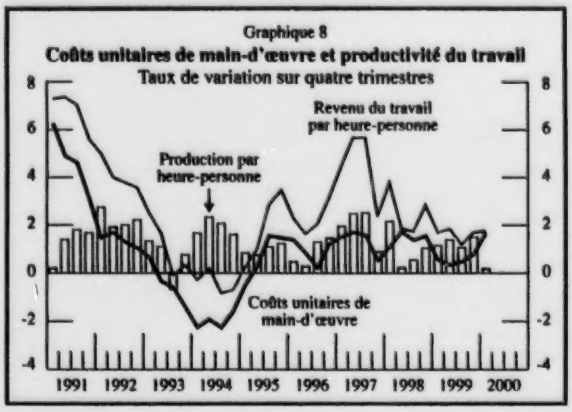
L'incidence estimative, sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, du net renchérissement de l'énergie amorcé au début de 1999 reste minime, s'établissant à moins de 0,1 %. Toutefois, l'augmentation sur douze mois de l'IPC global est demeurée, à 2,9 % en juin, bien supérieure à celle de l'indice de référence et témoigne de la poursuite de l'escalade des prix à la consommation de l'énergie.

Les indicateurs de l'évolution des salaires ont peu varié. La hausse sur quatre trimestres des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents, dont fait état la publication de Statistique Canada intitulée *Information population active*, s'est située à 3 % en juillet, en légère baisse par rapport au taux de 3,2 % observé au premier semestre (Graphique 7). Le taux d'accroissement sur quatre trimestres du revenu du travail par heure-personne n'était toujours que de 1,7 % au premier trimestre (Graphique 8). Enfin, durant les cinq premiers mois de 2000, la moyenne des augmentations annuelles consenties dans les entreprises syndiquées du secteur privé s'est élevée à 2,6 %, près de celle enregistrée en 1999.

Graphique 7
Accords salariaux et salaire horaire moyen
Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

• Source : *Information population active*; les données les plus récentes se rapportent à juillet 2000.
•• Source : Développement des ressources humaines Canada; les données les plus récentes se rapportent à avril et à mai 2000.

Dans l'ensemble de l'économie, les coûts unitaires de main-d'œuvre ont crû de 1,6 % au premier trimestre en glissement annuel, en raison surtout du recul de la croissance de la production par heure-personne (Graphique 8). On pense néanmoins que cette dernière s'est considérablement redressée au deuxième trimestre. La hausse sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait par conséquent s'être ralentie, si l'on fait abstraction de l'incidence des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité



salariale (qui pourraient ajouter jusqu'à 1,5 % au revenu du travail au deuxième trimestre).

Les prix des actifs réagissent aux attentes en matière d'inflation et de croissance de l'activité. Vers la fin des années 1980, par exemple, l'ascension du prix des maisons avait signalé la montée de l'inflation tendancielle. Depuis le début de 2000, le marché du logement s'est modérément resserré. L'accroissement sur douze mois du prix de revente des maisons (selon l'indice de Royal LePage) s'est chiffré à 6,4 % au premier trimestre, en légère hausse par rapport au trimestre précédent. Celui du prix des maisons neuves a augmenté lui aussi, mais il n'était que de 2,4 % en mai.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait monter graduellement pour s'établir à environ 2 % au début de 2001.

Malgré la faiblesse inattendue qu'elle a affichée au deuxième trimestre, on croit encore que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera progressivement pour s'établir aux alentours de 2 % au début de 2001. Deux facteurs œuvrent en ce sens : les tensions naissantes sur les marchés des produits et du travail, du fait que la demande continue de croître plus rapidement que l'offre potentielle, et le maintien du taux d'inflation attendu à long terme près du milieu de la fourchette cible de la Banque. Les pressions à la hausse qui en résultent sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient être tempérées quelque peu par de nouvelles baisses du prix des importations, imputables en partie à l'appréciation du dollar canadien depuis le début de 1999.

On continue de prévoir que le taux d'accroissement de l'IPC global fléchira pour se rapprocher de celui de l'indice de référence; le rythme de ce mouvement dépendra en partie de la rapidité avec laquelle le repli des cours du pétrole brut s'effectuera et se répercutera sur les prix de détail. Si le cours du baril de West Texas Intermediate se situe en moyenne à 28 dollars É.-U. au second semestre de l'année, le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global devrait descendre aux environs de 2 % dans le courant du premier semestre de 2001[4].

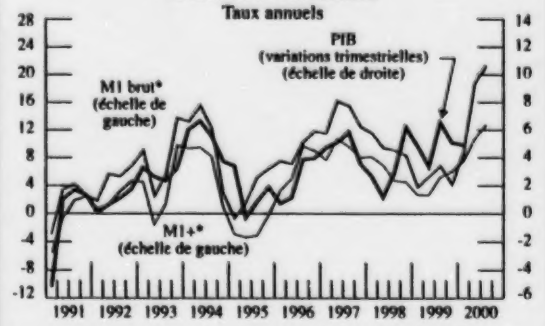
Les agrégats monétaires

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit demeure rapide. En glissement annuel, M1 s'est accru d'environ 17 % en juin, tandis que M1+ et M1++ ont augmenté de quelque 12 % et 9 % respectivement. L'expansion de ces agrégats a été stimulée par la forte progression des comptes autres que ceux des particuliers, et la vigueur qu'elle affiche ces derniers temps est due en partie à l'accroissement des dépôts de certains intermédiaires financiers auprès de banques. Ces dépôts viennent fausser l'information fournie par les agrégats étroits, car les chiffres concernant les comptes détenus par les institutions financières s'annuleraient si les agrégats étaient établis à partir de données entièrement consolidées. Selon nos premières estimations, lorsqu'on corrige les données pour tenir compte de ces distorsions, la croissance tendancielle des agrégats étroits se situe plutôt entre 4 et 8 %.

Ces données corrigées sur le comportement récent de la monnaie au sens étroit incitent à croire que le PIB réel progressera à un rythme d'environ 3,5 % au second semestre de 2000 (Graphique 9). Ce taux cadre avec celui que la Banque obtient dans ses projections. La croissance de la monnaie au sens étroit donne également à penser que l'inflation mesurée par l'indice de référence augmentera pour se situer près du point médian de la fourchette cible d'ici le début de 2001. Ce taux d'inflation est

4. Selon les prévisionnistes du secteur privé, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 2,4 % en 2000 et à 2,1 % en 2001 (données tirées de la livraison de juillet de *Consensus Forecasts*).

Graphique 9
Taux de croissance du PIB, de M1 brut et de M1+ en termes réels
Taux annuels



* Moyenne mobile sur deux trimestres des taux de croissance de M1 brut et de M1+ (corrigés par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

Graphique 10
Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large
En glissement annuel

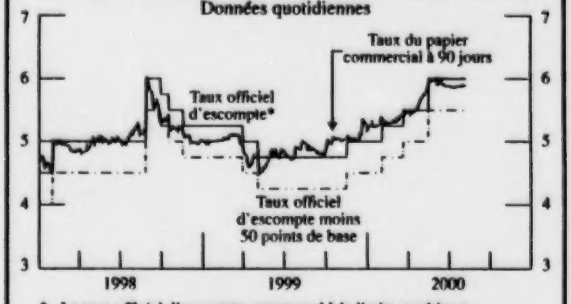
également conforme aux projections de la Banque.

La progression de l'agrégat monétaire au sens large M2++ s'est accélérée depuis le début de l'année, s'établissant sur douze mois à près de 9 % en juin (Graphique 10). Cette évolution traduit surtout celle des agrégats étroits et elle est généralement compatible avec la trajectoire de l'inflation qu'implique la croissance de la monnaie au sens étroit.

Les conditions monétaires et les mesures de politique monétaire

Les craintes que la vigueur de la dépense intérieure et le dynamisme soutenu de la demande extérieure de produits canadiens ne poussent l'appareil de production aux limites de sa capacité ont incité la Banque à relever le taux officiel d'escompte de 50 points de base le 17 mai, peu après la parution de la dernière

Graphique 11
Taux du papier commercial à 90 jours et taux officiel d'escompte
Données quotidiennes



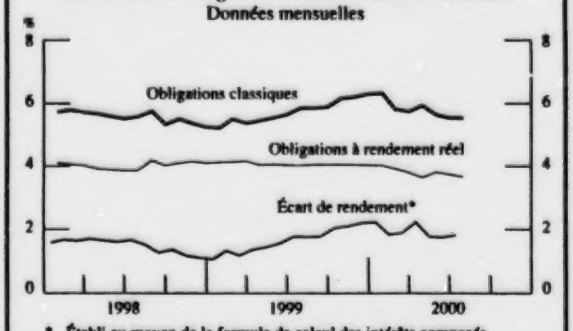
* Le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle de 50 points de base pour le taux du financement à un jour.

livraison du *Rapport* (Graphique 11). Cette mesure, qui a eu pour effet de porter le taux d'escompte à 6 %, faisait suite à une décision du même ordre de la Réserve fédérale des États-Unis. Le geste de celle-ci a mis en lumière la robustesse de l'économie américaine et fait ressortir le risque que les pressions s'exerçant du côté de la demande et de l'inflation dans ce pays ne se propagent au Canada. La Banque a jugé que les taux d'intérêt devaient augmenter pour que la tendance future de l'inflation demeure près du milieu de la fourchette cible de 1 à 3 % et que l'expansion puisse ainsi se poursuivre à un rythme durable.

Les taux en vigueur sur les marchés monétaires nord-américains ont augmenté en raison du tour de vis opéré par les banques centrales.

Les marchés financiers avaient en grande partie prévu le moment et l'amplitude de la hausse du taux d'escompte. Le gros de l'augmentation du taux du papier commercial à 90 jours s'est donc opéré avant l'annonce du relèvement, à mesure que la communauté financière acquérait la conviction que la Banque allait intervenir. Par conséquent, la mesure elle-même a eu peu d'effet sur les taux du marché monétaire. Il en est allé de même sur le marché monétaire américain, où la majeure partie de la hausse des taux a eu lieu avant l'annonce de la Réserve fédérale. Ces derniers temps, les marchés s'attendent moins à de nouvelles majorations des taux directeurs américains d'ici la fin de l'année, compte tenu des signes d'un

Graphique 12
Rendement des obligations à 30 ans et inflation attendue
Données mensuelles



* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés

ralentissement possible de l'activité aux États-Unis.

Les rendements des obligations nord-américaines ont fléchi durant les semaines qui ont suivi l'intervention des banques centrales, le resserrement des conditions monétaires réduisant le risque perçu d'une accélération sensible à moyen terme de l'inflation tendancielle (Graphique 12). Ces rendements continuent d'être influencés par le volume relativement faible des émissions d'obligations à long terme du gouvernement. Conjuguée à la demande soutenue des investisseurs, la baisse de l'offre se traduit par une courbe de rendement inversée pour ces titres.

Depuis la rédaction du *Rapport* de mai, le dollar canadien a varié au gré de l'opinion des marchés financiers au sujet de la robustesse relative de l'expansion économique au Canada et aux États-Unis. Durant cette période, son cours par rapport au billet vert a fluctué entre un creux de 66,04 cents É.-U. et un sommet de 68,36 cents É.-U. (Graphique 13). Il s'est affaibli à la mi-mai, les opérateurs des marchés croyant que la croissance de l'économie canadienne serait inférieure à celle de l'économie américaine. Le dollar canadien s'est raffermi par la suite lorsque sont apparus les premiers signes d'un ralentissement de l'expansion aux États-Unis. Les variations du cours du dollar canadien pondéré en fonction des échanges commerciaux ont été très semblables à celles du cours du dollar canadien vis-à-vis du dollar É.-U. La bonne tenue des facteurs fondamentaux de l'économie canadienne continue de soutenir la monnaie nationale; en effet, la croissance reste vigoureuse et le solde de la balance courante est redevenu excédentaire. L'indice des conditions monétaires de la Banque a oscillé entre – 5,7 et – 4,8 depuis la mi-mai.

Graphique 13
Taux de change du dollar canadien
Données des mercredis

* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse
** Indice C-5 : dollar É.-U. exclu

Le Rapport sur la politique monétaire est publié en mai et en novembre et la *Mise à jour* en août et en février. Pour recevoir des exemplaires de ces publications, veuillez communiquer avec la :

Diffusion des publications
Services de communication
Banque du Canada
Ottawa (Ontario) K1A 0G9
Canada

Téléphone : (613) 782-8248; courriel : publications@bank-banque-canada.ca; site Web : http://www.bank-banque-canada.ca